BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

July 2011

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on data received up to 15 July 2011.

The global economic expansion is proceeding broadly as projected in April, with modest growth in major advanced economies and robust expansions in emerging economies. The U.S. economy has grown at a slower pace than expected and continues to be restrained by the consolidation of household balance sheets and slow growth in employment. While growth in core Europe has been stronger than expected, necessary fiscal austerity measures in a number of countries will restrain growth over the projection horizon. The Japanese economy has begun to recover from the disasters that struck in March, although the level of economic activity in that country will remain below previous expectations. In contrast, growth in emerging-market economies, particularly China, remains very strong. As a consequence, commodity prices are expected to remain at elevated levels, following recent declines. These high prices, combined with persistent excess demand in major emerging-market economies, are contributing to broader global inflationary pressures. Widespread concerns over sovereign debt have increased risk aversion and volatility in financial markets.

In Canada, the economic expansion is proceeding largely as projected, although the expected rotation of demand is somewhat slower than had been anticipated. Household spending remains solid and business investment robust. Net exports remain weak, reflecting modest U.S. demand and ongoing competitiveness challenges, particularly the persistent strength of the Canadian dollar. Despite increased global risk aversion, financial conditions in Canada remain very stimulative and private credit growth is strong.

Highlights

- Growth in major advanced economies is modest, while the robust expansions in emerging economies continue.
- In Canada, the economic expansion is proceeding largely as projected, although the expected rotation of demand is somewhat slower than had been anticipated.
- The Canadian economy is projected to expand by 2.8 per cent in 2011, 2.6 per cent in 2012 and 2.1 per cent in 2013, returning to capacity in the middle of 2012.
- Total CPI inflation is expected to return to the 2 per cent target by the middle of 2012.
- On 31 May and 19 July, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

Following an anticipated slowdown in growth during the second quarter due to temporary supply-chain disruptions and the impact of higher energy prices on consumption, the Bank expects growth in Canada to re-accelerate in the second half of 2011. Over the projection horizon, business investment is expected to remain strong, household spending to grow more in line with disposable income and net exports to become more supportive of growth. Relative to the April projection, growth in household spending is

www.bankofcanada.ca

now projected to be slightly firmer, reflecting higher household income, and net exports to be slightly weaker, reflecting more subdued U.S. activity. Overall, the Bank projects the economy will expand by 2.8 per cent in 2011, 2.6 per cent in 2012 and 2.1 per cent in 2013, returning to capacity in the middle of 2012.

Total CPI inflation is expected to remain above 3 per cent in the near term, largely reflecting temporary factors such as significantly higher food and energy prices. Core inflation is slightly firmer than anticipated, owing to temporary factors and to more persistent strength in the prices of some services. Core inflation is now expected to remain around 2 per cent over the projection horizon. Total CPI inflation is expected to return to the 2 per cent target by the middle of 2012 as temporary factors unwind, excess supply in the economy is gradually absorbed, labour compensation growth stays modest, productivity recovers and inflation expectations remain well anchored.

The Bank's projection assumes that authorities are able to contain the ongoing European sovereign debt crisis, although there are clear risks around this outcome.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth (per cent)[b]			
		2010	2011	2012	2013
United States	20	2.9 *(2.9)*	2.4 *(3.0)*	3.2 *(3.2)*	3.3 *(3.3)*
Euro area	15	1.7 *(1.7)*	2.0 *(1.8)*	1.6 *(1.7)*	1.9 *(2.3)*
Japan	6	4.0 *(4.0)*	-0.6 *(0.8)*	2.9 *(2.6)*	3.0 *(2.5)*
China	13	10.3 *(10.3)*	9.3 *(9.3)*	8.6 *(8.6)*	8.1 *(8.1)*
Rest of the world	46	5.5 *(5.5)*	4.2 *(4.3)*	3.8 *(3.8)*	3.6 *(3.6)*
World	**100**	**5.0 *(4.9)***	**3.9 *(4.1)***	**4.0 *(3.9)***	**3.9 *(3.9)***

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2010. Source: IMF, WEO, April 2011

b. Numbers in parentheses are projections used for the April 2011 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2010	2011				2012				2013			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	3.1 *(3.3)*	3.9 *(4.2)*	1.5 *(2.0)*	2.8 *(2.7)*	2.9 *(2.7)*	2.9 *(2.6)*	2.6 *(2.6)*	2.5 *(2.3)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	3.3 *(3.2)*	2.9 *(2.9)*	2.7 *(2.8)*	2.8 *(3.1)*	2.8 *(2.9)*	2.5 *(2.5)*	2.8 *(2.7)*	2.7 *(2.6)*	2.5 *(2.4)*	2.3 *(2.3)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*	2.1 *(2.1)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 *(1.6)*	1.3 *(1.2)*	1.7 *(1.4)*	1.9 *(1.7)*	2.0 *(1.8)*	2.1 *(1.9)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.3 *(2.3)*	2.6 *(2.4)*	3.4 *(2.7)*	2.8 *(2.5)*	2.6 *(2.5)*	2.3 *(2.2)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	1.9 *(1.9)*	2.1 *(1.9)*	2.9 *(2.2)*	2.8 *(2.5)*	2.5 *(2.4)*	2.3 *(2.2)*	1.9 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*	2.0 *(2.0)*
WTI[b] (level)	85 *(85)*	94 *(94)*	103 *(108)*	97 *(109)*	98 *(109)*	100 *(109)*	101 *(108)*	102 *(107)*	102 *(106)*	103 *(105)*	103 *(104)*	103 *(104)*	103 *(103)*

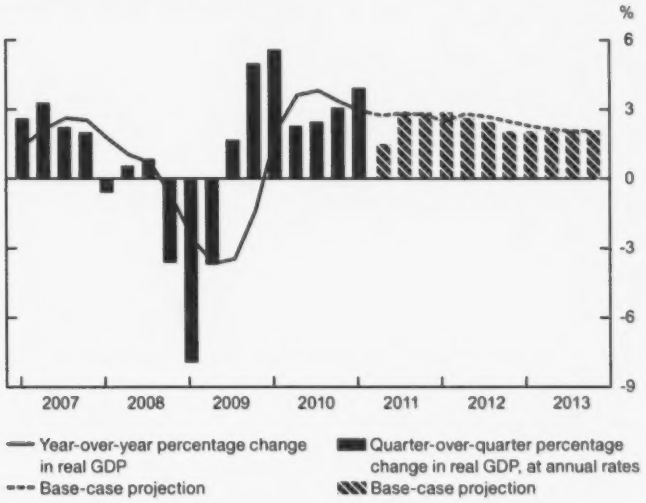
a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April 2011 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 15 July 2011

More broadly, there are a number of risks to the outlook for inflation in Canada. The three main upside risks to inflation in Canada relate to the possibility of higher-than-projected commodity prices and global inflation, stronger momentum in Canadian household spending, and the possibility that there is less excess capacity in the Canadian economy.

The three main downside risks to inflation in Canada relate to sovereign debt concerns in Europe, headwinds from the persistent strength of the Canadian dollar, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker than projected.

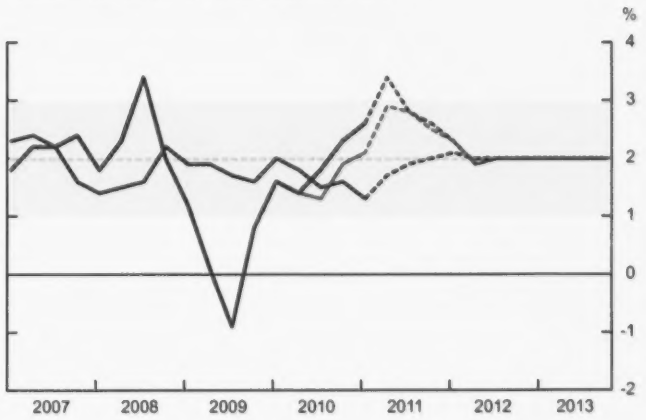
Real GDP is expected to grow at a rate consistent with the gradual absorption of excess supply



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada projections

Total CPI inflation in Canada is projected to converge to 2 per cent by the middle of 2012

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations and projections

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 19 July, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent. To the extent that the expansion continues and the current material excess supply in the economy is gradually absorbed, some of the considerable monetary policy stimulus currently in place will be withdrawn, consistent with achieving the 2 per cent inflation target. Such reduction would need to be carefully considered.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: **www.bankofcanada.ca**

Monetary Policy Report (January, April, July and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (January, April, July and October)

Senior Loan Officer Survey (January, April, July and October)*

Speeches and Statements by the Governor*

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information

Annual Report

A History of the Canadian Dollar
James Powell (available at Can$8 plus applicable taxes)

Conference Proceedings
Conference volumes published up to and including April 2005 are available in print and on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can$15 plus applicable taxes. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers*
Technical Reports, Working Papers and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Discussion Papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers.

* Available only on the Bank's website

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

Print copies of the *Report* and the *Summary* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, 234 Wellington St., Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9

Telephone: **1 800 303-1282**; email: **publications@bankofcanada.ca**; website: **www.bankofcanada.ca**

ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Juillet 2011

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme le point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondé sur les données reçues au 15 juillet 2011.

L'expansion économique mondiale se déroule essentiellement comme la Banque l'entrevoyait en avril, la croissance étant modeste dans les grandes économies avancées et l'expansion robuste dans les pays émergents. L'économie américaine a affiché une croissance plus lente que prévu et continue d'être bridée par l'assainissement des bilans des ménages et la progression modérée de l'emploi. Même si la croissance dans les grandes économies d'Europe a été plus vigoureuse qu'escompté, les mesures d'austérité budgétaire qui s'imposent dans un certain nombre de pays freineront l'expansion au cours de la période projetée. L'économie du Japon a commencé à se remettre des désastres survenus en mars, même si le niveau de l'activité dans ce pays restera inférieur aux attentes formées précédemment. En revanche, la croissance dans les pays émergents, surtout la Chine, demeure très forte. Par conséquent, les cours des produits de base devraient rester élevés, après les baisses qu'ils ont connues récemment. Ces cours élevés, conjugués à la demande excédentaire persistante dans les principales économies émergentes, contribuent à une généralisation des pressions inflationnistes à l'échelle du globe. Les préoccupations répandues au sujet de la dette souveraine ont augmenté l'aversion pour le risque et la volatilité sur les marchés financiers.

Au Canada, l'expansion économique est largement conforme aux projections, même si le déplacement attendu de la demande se produit un peu moins vite que prévu. Les dépenses des ménages demeurent solides, et les investissements des entreprises, robustes. Les exportations nettes restent faibles, sous l'effet de l'atonie de la demande américaine et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien. Malgré l'aversion accrue pour le risque à l'échelle mondiale, les conditions financières au Canada demeurent très favorables et la croissance des prêts octroyés au secteur privé est forte.

Faits saillants

- La croissance est modeste dans les grandes économies avancées, alors que l'expansion demeure robuste dans les économies émergentes.
- Au Canada, l'expansion économique est largement conforme aux projections, même si le déplacement attendu de la demande se produit un peu moins vite que prévu.
- On prévoit que l'économie canadienne affichera un taux d'expansion de 2,8 % en 2011, de 2,6 % en 2012 et de 2,1 % en 2013, et qu'elle retrouvera son plein potentiel au milieu de 2012.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2012.
- Le 31 mai et le 19 juillet, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

www.banqueducanada.ca

Après le ralentissement attendu de l'expansion au deuxième trimestre attribuable aux perturbations temporaires dans la chaîne d'approvisionnement et aux répercussions de la hausse des prix de l'énergie sur la consommation, la Banque entrevoit une nouvelle accélération de l'expansion au Canada au second semestre de 2011. Au cours de la période de projection, les investissements des entreprises devraient rester vigoureux, la progression des dépenses des ménages se rapprocher de celle du revenu disponible, et les exportations nettes soutenir davantage la croissance. Par rapport à la projection d'avril, on s'attend maintenant à ce que la progression des dépenses des ménages soit un peu plus ferme, les revenus de ces derniers étant plus élevés, et à ce que les exportations nettes soient légèrement plus faibles, du fait de l'activité plus modérée aux États-Unis. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'économie affichera un taux d'expansion de 2,8 % en 2011, de 2,6 % en 2012 et de 2,1 % en 2013, et qu'elle retrouvera son plein potentiel au milieu de 2012.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	20	2,9 *(2,9)*	2,4 *(3,0)*	3,2 *(3,2)*	3,3 *(3,3)*
Zone euro	15	1,7 *(1,7)*	2,0 *(1,8)*	1,6 *(1,7)*	1,9 *(2,3)*
Japon	6	4,0 *(4,0)*	-0,6 *(0,8)*	2,9 *(2,6)*	3,0 *(2,5)*
Chine	13	10,3 *(10,3)*	9,3 *(9,3)*	8,6 *(8,6)*	8,1 *(8,1)*
Autres pays	46	5,5 *(5,5)*	4,2 *(4,3)*	3,8 *(3,8)*	3,6 *(3,6)*
Ensemble du monde	**100**	**5,0 *(4,9)***	**3,9 *(4,1)***	**4,0 *(3,9)***	**3,9 *(3,9)***

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2010. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

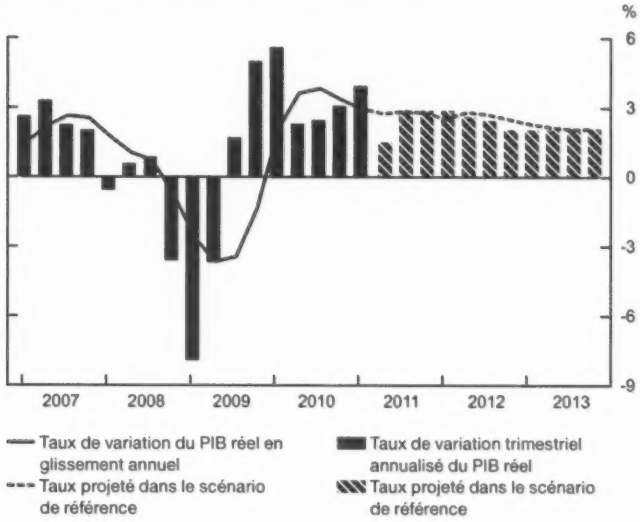
	2010	2011				2012				2013			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1 *(3,3)*	3,9 *(4,2)*	1,5 *(2,0)*	2,8 *(2,7)*	2,9 *(2,7)*	2,9 *(2,6)*	2,6 *(2,6)*	2,5 *(2,3)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 *(3,2)*	2,9 *(2,9)*	2,7 *(2,8)*	2,8 *(3,1)*	2,8 *(2,9)*	2,5 *(2,5)*	2,8 *(2,7)*	2,7 *(2,6)*	2,5 *(2,4)*	2,3 *(2,3)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*	2,1 *(2,1)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 *(1,6)*	1,3 *(1,2)*	1,7 *(1,4)*	1,9 *(1,7)*	2,0 *(1,8)*	2,1 *(1,9)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 *(2,3)*	2,6 *(2,4)*	3,4 *(2,7)*	2,8 *(2,5)*	2,6 *(2,5)*	2,3 *(2,2)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 *(1,9)*	2,1 *(1,9)*	2,9 *(2,2)*	2,8 *(2,5)*	2,5 *(2,4)*	2,3 *(2,2)*	1,9 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*	2,0 *(2,0)*
WTI[b] (niveau)	85 *(85)*	94 *(94)*	103 *(108)*	97 *(109)*	98 *(109)*	100 *(109)*	101 *(108)*	102 *(107)*	102 *(106)*	103 *(105)*	103 *(104)*	103 *(104)*	103 *(103)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 juillet 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester au-dessus de 3 % à court terme, en raison principalement de facteurs temporaires, telle l'augmentation notable des prix des aliments et de l'énergie. L'inflation mesurée par l'indice de référence est un peu plus élevée qu'escompté, en raison de facteurs transitoires et de la vigueur plus persistante des prix de certains services. On prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence continuera de se situer autour de 2 % au cours de la période

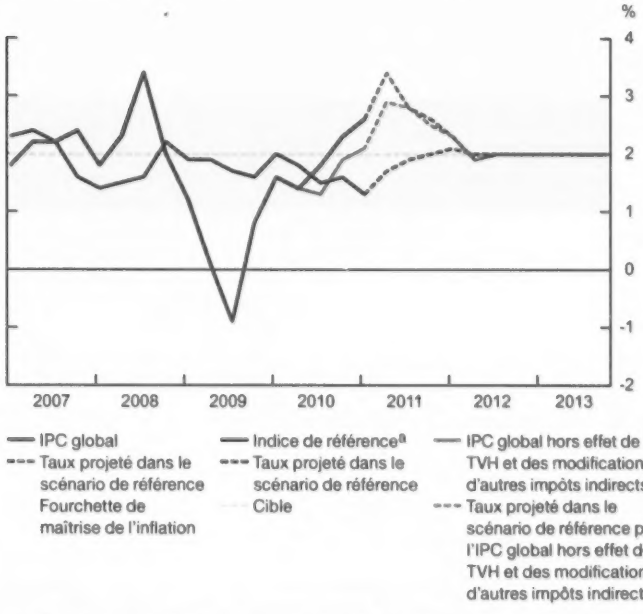
Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait retourner progressivement à 2 % d'ici le milieu de 2012

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

projetée. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que les facteurs temporaires s'estompent, que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, que la progression de la rémunération du travail reste modeste, que la productivité se redresse et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités seront en mesure de contenir la crise de la dette souveraine en Europe, même si cette issue est entachée de risques manifestes.

De façon plus générale, un certain nombre de risques entourent les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne soit moindre qu'anticipé.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine en Europe, aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages au pays soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 19 juillet, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans la mesure où l'expansion se poursuit et l'offre excédentaire notable au sein de l'économie se résorbe graduellement, la Banque réduira en partie la détente monétaire considérable en place, d'une façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %. Une telle réduction devra être évaluée avec soin.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse **www.banqueducanada.ca**.

Rapport sur la politique monétaire
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier
Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada
Paraît chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*
Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur*

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*
Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*
Paraît tous les vendredis.

Rapport annuel

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell. Offert au prix de 8 $ CAN, taxes en sus.

Actes de colloques
On peut se procurer des copies papier des actes des colloques tenus jusqu'en avril 2005 (inclusivement) au prix de 15 $ CAN l'exemplaire, taxes en sus; les actes de ces colloques peuvent aussi être consultés dans le site Web de la Banque. Les études et autres communications présentées à des colloques, séminaires et ateliers tenus par la Banque depuis mai 2005 sont publiées uniquement dans le site Web de l'institution.

Rapports techniques, documents de travail et documents d'analyse*
Les rapports techniques, les documents de travail et les documents d'analyse sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Les documents d'analyse concernent des travaux de recherche terminés qui portent sur des questions techniques relatives aux grandes fonctions et au processus décisionnel de la Banque. Ils sont destinés aux spécialistes et aux banquiers centraux.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : **1 800 303-1282**; adresse électronique : **publications@banqueducanada.ca**; site Web : **www.banqueducanada.ca**

ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)